

## REVUE DES CLASSES D'ACTIFS

Les marchés mondiaux ont connu un bon début de troisième trimestre, stimulés par l'optimisme d'un « soft landing » aux États-Unis et de la fin imminente du cycle de resserrement de la politique monétaire des banques centrales. Cependant, la tendance haussière des marchés obligataires et actions s'est brusquement arrêtée en septembre, terminant le trimestre dans le rouge (-3,6% et -3,8% respectivement), alors que l'inflation continuait à faire la une des journaux et que les principales banques centrales des pays développés annonçaient un maintien des taux à des niveaux élevés plus longtemps que prévu. Les rendements des bons du Trésor de ces pays ont ainsi atteint des sommets inégalés depuis des décennies. Si l'on ajoute à cela l'affaiblissement des indicateurs macroéconomiques et une flambée inopportune des prix du pétrole, les conditions d'un retour de la volatilité sur les marchés mondiaux étaient réunies.

Dans cet environnement de taux toujours plus élevés, l'or a perdu 4,7% au cours du trimestre, et semble avoir perdu son attrait de valeur refuge auprès des petits investisseurs (cumul annuel +1,3%). D'autre part, le pétrole a gagné 28,5 % au troisième trimestre, ce qui en fait la classe d'actif la plus performante depuis le début de l'année (+13,1%), l'OPEP+ ayant maintenu sa mainmise sur la production, et donc sur les prix.

En ce qui concerne le marché des changes, la résilience continue de l'économie américaine et la communication sans doute plus efficace de la Fed sur sa trajectoire de hausse des taux ont soutenu le renforcement du dollar américain au troisième trimestre.

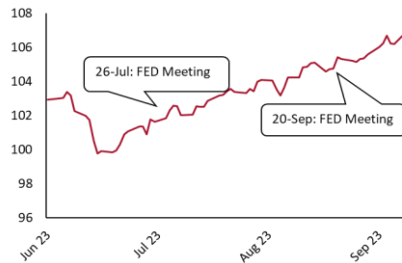
L'indice du dollar américain a augmenté de 3,2% au cours du trimestre, ayant gagné beaucoup de terrain par rapport aux principales devises des marchés développés, notamment la livre sterling (+4,0%), l'euro (+3,1%), le yen japonais (+3,5%) et, dans une moindre mesure, par rapport aux devises émergentes comme le renminbi chinois (+0,6%) et la roupie indienne (+1,2%), qui a atteint son plus bas niveau historique par rapport au dollar américain au cours du trimestre.

### Performance par classe d'actifs

	Sep	Q3	YTD
Global Equities	-4.3%	-3.8%	8.5%
Global Bonds	-2.9%	-3.6%	-2.2%
Gold	-4.7%	-3.7%	1.3%
Crude Oil	8.6%	28.5%	13.1%
US Dollar	2.5%	3.2%	2.6%

Source: MCB PWM, Bloomberg

### US Dollar Index



Source: MCB PWM, Bloomberg

## POSITIONNEMENT DU PORTEFEUILLE

**Actions** : En terme de perspectives, les chiffres de l'inflation et les actions de la Fed continueront à impacter la volatilité des actions américaines. Bien qu'elle ait atteint un sommet, l'inflation ne s'est pas encore résorbé au niveau espéré par la Fed. Et la résilience de l'activité économique et du marché du travail implique que la Fed a de la marge pour maintenir un environnement de taux "plus élevés pour plus longtemps". Le rallye des "Sept Magnifiques" depuis le début de l'année, et en particulier au deuxième trimestre, leurs valorisations relativement excessives et leurs poids combinés dans les principaux indices (qui représentent désormais 27% du S&P 500) rentent au cœur de nos préoccupations. Au cours du troisième trimestre, nous avons investi dans un fonds S&P 500 équilibré afin de réduire l'exposition relative de notre portefeuille aux "Sept Magnifiques" et d'avoir une exposition au marché au sens large si jamais le rallye se généralise.

Restant prudents sur les actions, nous avons investi dans un "put" sur le S&P 500 pour nous couvrir contre un repli soudain du marché américain.

Nous avons maintenu, comme réserve, une légère surpondération sur du cash, compte tenu du rendement attrayant des bons du Trésor à court terme. Dans le cadre de notre allocation géographique, nous avons surpondéré les actions japonaises. Nous pensons que la croissance des bénéfices des entreprises japonaises devrait se poursuivre, grâce à l'évolution d'une mentalité plus tournée vers les actionnaires, et à la faiblesse du yen qui profite aux exportateurs. En outre, à plus long terme, notre exposition au yen devrait bénéficier d'un assouplissement de la politique monétaire de la Bank of Japan et d'un renforcement de la devise.

Nous maintenons notre sous-pondération sur l'Europe dans l'attente de signes d'amélioration des fondamentaux économiques, compte tenu des données décevantes en provenance de l'Allemagne et surtout du ralentissement généralisé de l'industrie manufacturière et des services. Bien que l'économie britannique, axée sur les exportations, semble devoir bénéficier d'un affaiblissement de la livre sterling et que les valorisations des actions soient relativement attrayantes, nous restons prudents au vue des inquiétudes persistantes concernant la stagflation et des incertitudes sur la scène politique locale.

## POSITIONNEMENT DU PORTEFEUILLE

**Obligations:** La perspective des taux restant "plus élevés pour plus longtemps" entraîne un risque accru pour les entreprises et les ménages qui souhaitent refinancer ou s'acquitter de leurs dettes. Les rendements des obligations souveraines américaines ayant considérablement augmenté au cours du trimestre, nous avons ajouté à notre exposition vers les obligations à 10 ans du Trésor américain. Dans l'ensemble, nous restons prudents, privilégiant les obligations de bonne qualité, et nous chercherons à augmenter progressivement la durée, tout en continuant à faire preuve de prudence envers les obligations à hauts rendements.

## ACTIONS GLOBALES

Au troisième trimestre, les actions des marchés développés et émergents ont suivi une trajectoire presque similaire, en baisse de 3,8% et 3,7% respectivement. Mais grâce à un bon premier semestre, les marchés développés restent en territoire positif depuis le début de l'année (+9,6%), contrairement aux marchés émergents qui sont désormais en territoire négatif (-0,4%). Au sein des marchés développés, le TOPIX japonais (+1,5%) et le FTSE 100 britannique (+1%) ont été les seuls à afficher des performances trimestrielles positives, alors que le S&P 500 américain et le STOXX 600 européen ont tous deux reculé de 2,5%.

### Etats-Unis

Après un rallye généralisé au-delà des "Sept Magnifiques" au début du trimestre, la tendance sur le marché américain s'est renversé, et ce à travers la majorité des secteurs de l'indice S&P 500. Les principaux détracteurs ont été les secteurs sensibles aux taux d'intérêt, notamment les Services Publics (-10,1%) et l'Immobilier (-9,5%). Le secteur de l'Energie (+11,3%) se démarque grâce à la remontée du prix du pétrole. Il convient également de noter que les petites capitalisations boursières ont poursuivi leur sous-performance relative par rapport aux grandes capitalisations. Le Russell 2000 a reculé de 5,5% au cours du trimestre, avec une performance légèrement positive de 1,4% depuis le début de l'année, contre 11,7% pour le S&P 500 sur la même période.

### Secteurs du S&P 500 au T3

SP500 Sectors	Q3
Energy	11.3%
Comm. Services	2.8%
Financials	-1.6%
Healthcare	-3.1%
Cons. Discretionary	-5.0%
Materials	-5.2%
Industrials	-5.6%
Info. Tech	-5.8%
Cons. Staples	-6.6%
Real Estate	-9.5%
Utilities	-10.1%

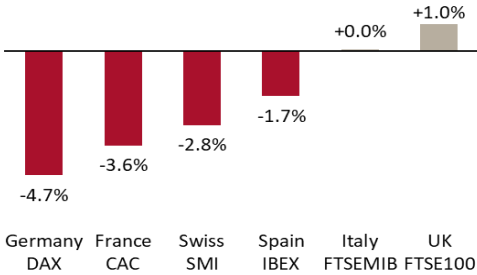
Source: MCB PWM, Bloomberg

## ACTIONS GLOBALES

### Europe

Le STOXX 600 a frôlé son plus bas niveau depuis 6 mois à la fin du troisième trimestre, l'indice perdant 2,5%. Cette baisse du marché européen est relative aux craintes que les taux élevés ne poussent l'économie vers un ralentissement, étant donné la faiblesse des données PMI, la hausse des prix du pétrole et une inflation qui reste élevée et persistante.

### Indices européens au T3



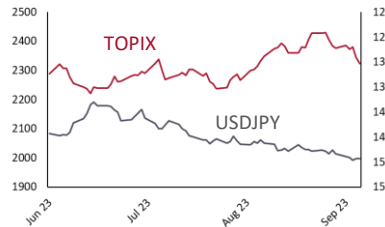
Source: MCB PWM, Bloomberg

Les actions françaises et allemandes ont été les moins performantes au cours du trimestre, le CAC 40 (-3,6%) étant tiré vers le bas par le secteur du luxe, alors que le secteur industriel a été le principal détracteur du DAX (-4,7%). Les actions britanniques (+1%) se sont relativement mieux comportées, leur marché tourné vers les exportations ayant bénéficié de la dépréciation de la livre sterling. Cette surperformance est due aux secteurs de l'Energie et des Matériaux de base.

### Japon

Les actions japonaises sont restées résistantes sur le trimestre, malgré la déroute des actions mondiales. L'indice TOPIX, pondéré en fonction de la capitalisation boursière, a gagné 1,5% au troisième trimestre, soutenu par des résultats des entreprises solides, une économie tournant presque à plein régime, une politique monétaire toujours accommodante et, surtout, un yen affaibli par la concurrence, la paire USDJPY se rapprochant du prochain niveau de résistance à 150.

### TOPIX vs USDJPY au T3



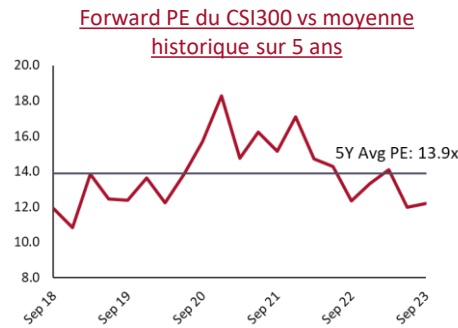
Source: MCB PWM, Bloomberg

## ACTIONS GLOBALES

### Chine

Au troisième trimestre, les actions chinoises ont été de nouveau sous pression avec des sorties nettes de capitaux étrangers de ses marchés, entraînant une baisse de l'indice CSI300 de 4,0%. Au cours du trimestre, les inquiétudes des investisseurs se sont étalées sur plusieurs fronts, notamment les turbulences actuelles dans le secteur immobilier, la baisse de la demande due au ralentissement de l'économie mondiale ainsi qu'une nouvelle flambée des tensions géopolitiques avec l'Occident. Bien que la Banque Mondiale a revu à la baisse ses prévisions de croissance pour la Chine pour 2024 (de 4,8% à 4,4%), d'autres données semblent indiquer les premiers signes d'un retournement de situation, le PMI manufacturier de septembre passant à 50,2 contre 49 en juin, une expansion pour la première fois en six mois.

Les efforts déployés par les autorités pour stabiliser l'économie ont commencé à porter leur fruit, notamment le soutien du gouvernement au secteur immobilier en difficulté, l'assouplissement des taux directeurs et du ratio de réserves obligatoires pour les banques par la PBoC, ou encore des mesures fiscales expansionnistes pour les provinces locales. Les investisseurs devraient aussi prendre en considération les niveaux de valorisations attrayantes sur les actions chinoises par rapport à leurs niveaux historiques.



Source: MCB PWM, Bloomberg

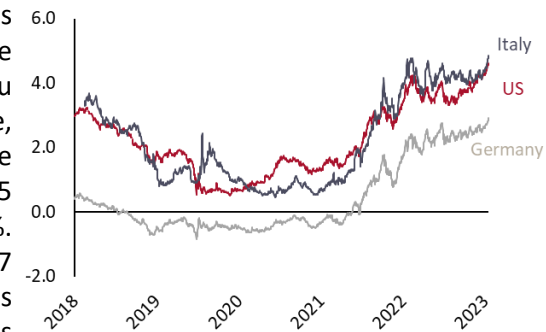
Alors que des surprises positives marginales pourraient déclencher un rebond des prix des actions, les tensions géopolitiques et les turbulences persistantes dans le secteur de l'immobilier sont des risques clés à surveiller.

## OBLIGATIONS

Le troisième trimestre, principalement la fin du mois de septembre, a été marqué par des ventes conséquentes sur les obligations souveraines, en raison d'un resserrement de la politique monétaire de la part des principales banques centrales et des incertitudes liées à une période prolongée de taux d'intérêt élevés. L'indice obligataire mondial a affiché une performance négative de 3,6% au cours du trimestre, principalement en raison de la montée en flèche des rendements des obligations souveraines (corrélation inverse entre prix et rendement).

Au cours du trimestre, le rendement du taux de référence à 10 ans des Etats-Unis a augmenté pour atteindre 4,61% (+77 points de base), le niveau le plus élevé depuis 16 ans. De même, le taux 10 ans allemand, la référence de la zone euro, a augmenté de 45 points de base pour atteindre 2,84%. Le taux 10 ans italien a bondi de 77 points de base à 4,77% à la fin du mois de septembre, atteignant son plus haut niveau depuis 2012, après que son gouvernement a réduit les taux de croissance et relevé ses objectifs en matière de déficit budgétaire.

### Evolution des taux à 10 ans



Source: MCB PWM, Bloomberg

### PERFORMANCE DES INDICES OBLIGATAIRE GLOBAUX

	RENDEMENTS		RENDEMENTS TOTALS		DURATION years
	30 Jun 2023	30 Sep 2023	YTD	Q32023	
Global Aggregate bonds	3.8%	4.2%	-2.2%	-3.6%	6.6
U.S Treasury bonds	4.4%	4.9%	-1.5%	-3.1%	6.0
U.S Investment Grade Corporate	5.5%	6.0%	0.0%	-3.1%	7.0
U.S High Yield Corporate	8.5%	8.9%	5.9%	0.5%	4.0
Europe Investment Grade Corporate	3.5%	3.8%	0.6%	-1.6%	6.4
Europe High Yield Corporate	8.0%	8.1%	6.3%	1.8%	3.2
Emerging Markets Aggregate	7.5%	8.0%	0.9%	-2.3%	6.1

Source: MCB PWM, Bloomberg

## OBLIGATIONS

Au troisième trimestre, les obligations d'entreprises plus risquées ont surperformé les obligations souveraines en raison d'une inflation plus faible et d'une économie américaine globalement résiliente. Les obligations à haut rendement en USD et en EUR ont également continué à surperformer les obligations « investment grade », étant moins sensibles à la hausse des taux.

Les obligations des marchés émergents ont également affiché des performances négatives (-2,3%), l'économie chinoise ayant pesé sur le sentiment et les investisseurs s'étant tournés vers des marchés moins risqués et moins complexes. Les obligations à long terme ont sous-performé, les investisseurs ayant réduit la durée des marchés émergents, en particulier au Brésil, en Afrique du Sud et au Mexique.

## ACTIONS DES BANQUES CENTRALES

Pays	Banque Centrale	Taux actuel	Changement	Réunions précédentes	Réunions prochaines	Taux directeurs projetés par le marché
United States	Fed	5.50%	▲ 0.25%	26-July-23: 0.25% 19-Sept-23: 0%	31-Oct-23	Nov 2023: 5.38% Dec 2023: 5.43%
Europe	ECB	4.50%	▲ 0.50%	27-July-23: 0.25% 14-Sept-23:	26-Oct-23	Oct 2023: 3.90% Dec 2023: 3.92%
Great Britain	BoE	5.25%	▲ 0.25%	3-Aug-23: 0.25% 21-Sept-23: -	2-Nov-23	Nov 2023: 5.27% Dec 2023: 5.32%
Japan	BoJ	-0.10%	—	27-July-23: - 21-Sept-23: -	30-Oct-23	Oct 2023: -0.10% Dec 2023: -0.10%
China	PBoC	3.45%	▼ -0.10%	20-July-23: - 21-Aug-23: -0.10% 20-Sept-23: -	20-Oct-23	

Source: MCB PWM, Bloomberg

- Au cours du troisième trimestre, la Fed a relevé son taux de 25 points de base en juillet pour le porter à 5,5%, mais n'a pas agi lors de sa réunion de septembre, tout en restant attentive aux risques d'inflation. Les nouvelles projections de la banque centrale prévoient une nouvelle hausse des taux avant la fin de l'année et moins de baisses en 2024, l'économie américaine s'avérant plus résiliente.

## ACTIONS DES BANQUES CENTRALES

La BCE a poursuivi le resserrement de sa politique monétaire en relevant ses taux à deux reprises, pour un total de 50 points de base, au cours du troisième trimestre. La présidente de la BCE, Christine Lagarde, n'a pas exclu une nouvelle hausse si nécessaire et a déclaré que les taux d'intérêt devraient rester à des niveaux restrictifs pendant un certain temps.

La Bank of England a maintenu son taux directeur à 5,25% en septembre, après l'avoir augmenté de 0,25% pour le porter à 5,25% en août. L'institution n'a pas non plus exclu de nouvelles hausses de taux et a laissé entendre que les coûts d'emprunt devraient être maintenus à un niveau élevé pendant une période prolongée afin d'assurer une baisse durable de l'inflation.

## LES TAUX RÉELS AUX ETATS-UNIS SONT À LEUR NIVEAU LE PLUS HAUT

Même si l'inflation n'a pas encore atteint l'objectif de 2% fixé par la Fed, nous constatons que les rendements réels américains (ajusté pour l'inflation) sont à des niveaux jamais vus depuis 2008, ce qui rend les obligations plus attractives.

